

VU Research Portal

De betalingsbalans en de externe vermogenspositie

Boonstra, W.W.

2008

document version

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

Boonstra, W. W. (2008). *De betalingsbalans en de externe vermogenspositie: Over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*. [, Vrije Universiteit Amsterdam]. VU-Uitgeverij.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Hoofdstuk 2

De betalingsbalans en het externe vermogen

Dit hoofdstuk behandelt de relatie tussen de betalingsbalans en het externe vermogen van een land. Daartoe wordt, aan de hand van de Nederlandse betalingsbalans, eerst beknopt ingegaan op de indeling van de betalingsbalans. Vervolgens wordt besproken op welke wijze de betalingsbalans en de externe vermogenspositie van een land met elkaar zijn verbonden.

De betalingsbalans

Op de betalingsbalans worden de transacties van een land met het buitenland geregistreerd. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen de lopende transacties, vermogensoverdrachten, financiële transacties en overige transacties (waar onder officiële transacties). De huidige indeling van de betalingsbalans is gebaseerd op de vijfde editie van de Balance of Payments Manual van het Internationale Monetair Fonds (IMF) uit 1993 en is in ons land in 1996 ingevoerd [IMF (1993), DNB (1996)].¹ De invoering van deze systematiek behelsde onder meer de invoering van een nieuwe rekening (vermogensoverdrachtenrekening) en enkele ondergeschikte herschikkingen. Een uitvoerige beschrijving van de wijzigingen kan worden gevonden in DNB (1996). Waar in dit boek wordt gerefereerd aan de oude betalingsbalans-indeling zal dat expliciet worden vermeld.²

1. De in dit hoofdstuk besproken betalingsbalansindeling is de wereldwijd meest gebruikte en sluit aan bij de indeling van de Nationale Rekeningen. Er zijn ook andere indelingen. In hoofdstuk 1 werd reeds gewezen op de monetaire opstelling van de betalingsbalans, zoals die naast de 'gewone' indeling vroeger door DNB en tot op de dag van vandaag ook nog steeds door de ECB wordt gepubliceerd. Het Amerikaanse Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert op de website bea.gov naast de reguliere opstelling ook nog een 'ownership based' opstelling. Hierin wordt de productie van Amerikaanse vestigingen in het buitenland (voor zover niet uitgevoerd naar de Verenigde Staten) meegeteld bij de Amerikaanse uitvoer. De inkoopkosten worden dan als Amerikaanse invoer geboekt. De productie van in de Verenigde Staten gevestigde buitenlandse bedrijven (voorzover niet uitgevoerd uit de Verenigde Staten) wordt, gecorrigeerd voor hun in de Verenigde Staten verrichte inkoop, als invoer meegeteld. Deze opstelling blijft verder in dit proefschrift buiten beschouwing. Overigens is het zo dat, aangezien de door buitenlandse vestigingen behaalde winst wordt geboekt als inkomsten op de inkomensrekening, in geval van een volledig correcte boeking het saldo op de lopende rekening van deze opstelling overeen moet komen met dat op de gebruikelijke opstelling.

2. In het Engelse taalgebied kent de nieuwe indeling een belangrijke bron van spraakverwarring. Dit betreft de vermogensoverdrachtenrekening, die in het Engels wordt aangeduid als *capital account*. Voorheen werd met *capital account* geduid op de zogeheten kapitaalbalans, waarop de financiële transacties met het buitenland werden geboekt. Deze transacties worden nu geregistreerd op de financiële rekening.

Tabel 2.1: de Nederlandse betalingsbalans, 1982 – 2005

Jaargemiddelden (bedragen in € miljoen)	1982 - 1985	1986 - 1990	1991 - 1995	1996 - 2000	2001 - 2005
Lopende rekening					
Uitvoer van goederen	90.512	95.134	117.437	179.841	243.791
Invoer van goederen	81.942	86.650	104.046	162.145	214.945
Saldo goederenverkeer	8.570	8.486	13.391	17.696	28.846
Uitvoer van diensten	18.838	20.798	31.602	45.339	59.273
Invoer van diensten	19.780	22.097	31.574	43.983	58.390
Saldo dienstenverkeer	-941	-1.298	28	1.356	884
Saldo inkomensrekening	-14	898	1.717	1.454	3.516
Saldo inkomensoverdrachtenrekening	-1.494	-1.921	-3.954	-5.962	-7.365
Saldo lopende rekening	6.119	6.164	11.181	14.543	25.881
Saldo vermogensoverdrachtenrekening	-187	-230	-593	-676	-1.949
Financiële rekening					
Directe investeringen					
Nederlandse directe investeringen in het buitenland	-3.398	-8.499	-11.737	-43.057	-53.181
Buitenlandse directe investeringen in Nederland	1.270	5.093	6.026	32.768	27.665
Saldo directe investeringen	-2.129	-3.406	-5.711	-10.287	-25.516
Effectenverkeer					
Buitenlandse effecten	-2.318	-4.476	-8.688	-54.958	-68.609
Nederlandse effecten	2.166	4.883	4.125	41.551	78.926
Saldo effectenverkeer	-153	407	-4.562	-13.407	10.317
Saldo financiële derivaten	-13	-60	-268	-124	-3.694
Saldo overige financiële transacties	-3.041	-269	2.407	14.668	-2.691
Saldo financiële rekening zonder officiële reserves	-5.335	-3.328	-8.133	-9.150	-21.585
Toeneming (-) officiële reserves	-718	-871	-1.959	2.535	613
Saldo financiële rekening (3+4)	-6.052	-4.200	-10.093	-6.615	-20.971
Statistische verschillen	119	-1.736	-495	-7.253	-2.961

Bron: DNB, juli 2007

De lopende rekening

De grensoverschrijdende transacties in het lopende verkeer worden geboekt op de **lopende rekening** (*current account*). Deze transacties hangen samen met productie, bestedingen en inkomensvorming. De lopende rekening is op haar beurt weer opgebouwd uit het goederenverkeer, het dienstenverkeer, de inkomensrekening en de inkomensoverdrachten. Op de goederenrekening worden vooral de inkomsten en uitgaven geboekt die samenhangen met de in- en uitvoer van goederen.³ De uitvoer van

3. Overigens worden ook bepaalde economische activiteiten die op het eerste gezicht meer op diensten lijken geboekt bij het goederenverkeer. Hierbij gaat het onder meer om reparatiewerkzaamheden. Verder wordt gewezen op de soms voorkomende gewoonte om de goederenuitvoer 'free on board' (f.o.b.) te boeken (alleen de waarde van de goederen), terwijl de waarde invoer wordt geboekt inclusief de kosten van

goederen leidt tot inkomsten uit het buitenland, terwijl de invoer leidt tot uitgaven aan het buitenland.⁴ Het netto goederenverkeer wordt aangeduid als het saldo op de goederenrekening, in het dagelijkse taalgebruik wordt ook wel gesproken van het saldo op de “handelsbalans” (vertaald uit het Engels: *Merchandise trade balance*). Een overschot op de handelsbalans betekent dat de waarde van de aan het buitenland verkochte producten de waarde van de in het buitenland gekochte producten overtreft.

De dienstenbalans registreert de in- en uitvoer van diensten. Daarbij kan worden gedacht aan uiteenlopende zaken als grensoverschrijdend toerisme, verzekeringen, in het buitenland werkende ingenieursbureau's en internationaal transport. Analoog aan de handelsbalans betekent ook een overschot op de dienstenbalans dat de ingezetenen van een land per saldo geld overhouden aan het dienstenverkeer met het buitenland.

Op de inkomensrekening worden de grensoverschrijdende inkomens geregistreerd. Hierbij valt te denken aan betalingen aan buitenlandse werknemers of buitenlandse betalingen aan binnenlandse werknemers (arbeidsinkomen). Belangrijker is in het kader van deze studie de beloning van de factor kapitaal (kapitaalinkomstenrekening), omdat hier een relatie tussen de externe vermogenspositie en de betalingsbalans tot uiting komt. Op de inkomensrekening komen namelijk ook de grensoverschrijdende inkomsten en betalingen aan rente, dividenden en gerepatrieerde winsten tot uiting.

Een land met een grote buitenlandse schuld zal hierop normaliter gesproken rente moeten betalen. Dergelijke betalingen komen tot uiting als een uitgavenpost op de inkomensrekening van de betalingsbalans. Daarom streven schuldenlanden gewoonlijk naar een overschot op de goederen- en dienstenbalans, teneinde de rente te kunnen opbrengen. Eventuele aflossingen op buitenlandse schuld komen niet tot uiting in het lopende verkeer, maar worden zichtbaar op de financiële rekening.

Landen met buitenlandse bezittingen ontvangen hierop normaliter inkomen. Ook deze worden geboekt op de inkomensrekening. Deze zogeheten kapitaalinkomsten hebben achtereenvolgens betrekking op de inkomens uit directe investeringen (zoals winsten), de inkomens uit effecten (rente en dividenden) en inkomens uit overige financiële activa.

transport en verzekering (cost, insurance, freight, (c.i.f.)). In dat geval vertoont de goederenbalans bij gelijke 'kale' waarde van in- en uitvoer toch een tekort. In de betalingsbalansstatistieken zoals het IMF die publiceert in de International Financial Statistics (IFS) worden goederenin- en uitvoer beide f.o.b. geboekt.

4. Iedere transactie in het lopende verkeer leidt in principe tot een transactie op de financiële rekening. De verkoop van een product of dienst aan een buitenlandse afnemer leidt tot een vordering op het buitenland. Deze kan neerslaan in een buitenlandse schuldtitel, in een toename van het bezit aan vreemde valuta of in een stijging van de officiële reserves. Doordat iedere boeking per definitie een tegenboeking van dezelfde omvang heeft, is de som van alle transacties in beginsel gelijk aan nul. De betalingsbalans is in 'evenwicht'. Voor de analyse in deze studie is het niet nodig hier uitgebreid op in te gaan. Een en ander staat uitvoerig toegelicht in de relevante handboeken, zoals Lindert & Pugel (2000), DNB (1996) of Sawyer & Sprinkle (2006).

In geval van ingehouden winsten worden deze eerst onder de kapitaalinkomsten geboekt als inkomsten, waarna zij op de financiële rekening bij de post “directe investeringen” weer met een tegengesteld teken worden geboekt als investering in het buitenland (zie onder).⁵ Onder overige financiële transacties worden onder meer de grensoverschrijdende interbancaire vorderingen en handelsfinancieringen gerekend.

Men zou gezien het voorgaande verwachten dat een land, als dit een omvangrijke netto actiefpositie heeft, ook een overschot op de kapitaalinkomstenrekening heeft.⁶ Omgekeerd ligt het voor de hand dat een schuldenland een negatief saldo bij de post kapitaalinkomsten zal hebben.

Toch is dit in de praktijk niet altijd het geval. De relatie tussen extern vermogen en het daarop genoten inkomen is minder eenduidig dan men op het eerste gezicht zou verwachten. Dit kan onder meer worden verklaard uit de samenstelling van de grensoverschrijdende activa en passiva en de wijze waarop deze renderen. Verderop in deze studie wordt nader ingegaan op de relatie tussen de netto vermogenspositie van een land en het saldo op de kapitaalinkomstenrekening.

Op de inkomensoverdrachtenrekening, ook wel aangeduid als transferbalans, staan onder meer schenkingen in geld of natura aan het buitenland ter aanwending in de consumptieve sfeer. Hierbij kan het bijvoorbeeld gaan om de overboekingen die door immigranten naar het land van herkomst worden gedaan, of omgekeerd. Globalisering leidt ook tot een toenemend belang van deze post, doordat steeds meer mensen hun land verlaten en elders gaan werken en een deel van hun inkomen naar achtergebleven familieleden overboeken. Voor sommige ontwikkelingslanden zijn deze inkomensoverdrachten nu al een belangrijke bron van harde valuta. Zo ontving Bangladesh in 2004 voor \$ 3,9 miljard aan inkomsten uit transfers, dat is ruim 48% van de opbrengsten aan goederenuitvoer [IFS (augustus 2007)].

De vier saldi van achtereenvolgens de goederenrekening, dienstenrekening, inkomensrekening en inkomensoverdrachtenrekening vormen tezamen het saldo op de lopende rekening. Dit is per definitie gelijk aan het nationale spaarsaldo.⁷

5. Merk overigens op dat de aard van de verwerking van ingehouden winsten op de betalingsbalans afwijkt van andere transacties. Het kenmerk van de betalingsbalans is immers dat daar de financiële stromen uit hoofde van buitenlandse handel en kapitaalverkeer op worden verwerkt. Bij de post ‘ingehouden winsten’ vindt per definitie geen financiële stroom plaats. Het betreft een louter boekhoudkundige ingreep, die mede is ingevoerd om de betalingsbalans beter bij de externe vermogenspositie van landen te laten aansluiten [Gros (2006)]. Merk verder op dat bij het boeken van in het buitenland aangehouden vermogen van immigranten en bij het kwijtschelden van schuld aan arme landen (beide zijn posten op de vermogensoverdrachtenrekening) evenmin een financiële stroom plaatsvindt.

6. Op basis van deze verwachting komen de Amerikaanse economen Hausmann & Sturzenegger tot een geheel nieuwe kijk op de betalingsbalans, waarbij zij overigens de causaliteit omdraaien. Hun stelling is namelijk dat een land met een positief saldo bij de kapitaalinkomsten heeft, het per definitie een positieve netto externe vermogenspositie moet hebben. Hun benadering wordt in de hoofdstukken 5 en 8 uitvoerig besproken.

7. Deze identiteit kan eenvoudig worden afgeleid uit het volgende stelsel definitievergelijkingen. Uitgaande van de vergelijkingen $Y = C + I + O + (X - M)$ en $Y = C + S + B$ volgt dat $X - M = S - I + B - O$. In woorden: het saldo op de lopende rekening ($X - M$) is gelijk aan het spaarsaldo van de particuliere sector ($S - I$) plus het spaarsaldo van de overheid ($B - O$), die tezamen het nationale spaarsaldo vormen. Hierin staat Y voor

De vermogensoverdrachtenrekening

Een tweede rekening betreft de **vermogensoverdrachtenrekening** (*capital account*). Deze rekening, ingevoerd in 1996, is qua omvang van de daarop geregistreerde bedragen voor de meeste landen van ondergeschikt belang, maar wordt hier voor de volledigheid toch besproken. Op deze rekening worden onder meer schenkingen van investeringsgoederen en schuldkijschelding geboekt. Ons land boekt hier een structureel tekort als gevolg van de verstrekte ontwikkelingshulp.

Als een land immigranten ontvangt die vermogen meebrengen dan wordt dit vermogen integraal als inkomsten geboekt op de vermogensoverdrachtenrekening. Voor emigranten geldt uiteraard het omgekeerde. Als een deel van dit vermogen van immigranten buiten hun nieuwe vaderland wordt aangehouden wordt dit deel weer als uitstroom op de financiële rekening geboekt, als buitenlandse belegging of investering vanuit dit nieuwe vaderland.

De financiële rekening

Op de **financiële rekening** (*financial account*) staan de financiële transacties, anders dan vermogensoverdrachten, met het buitenland. De financiële rekening is opgebouwd uit de volgende posten. Allereerst zijn daar de directe investeringen. Men spreekt van directe (buitenlandse) investeringen (DBI) als wordt gesproken over transacties die samenhangen met het verwerven door Nederlandse bedrijven van aandelenkapitaal in een buitenlandse onderneming, of vice versa. Daarbij kan het gaan om de overname van een bestaand bedrijf of door het vestigen van nieuwe productielocaties. Het verkrijgen van zeggenschap in de betreffende onderneming is dan ook het belangrijkste onderscheid tussen een directe buitenlandse investering en een belegging in buitenlandse aandelen vanuit een beleggingsportefeuille. Overigens worden ook de meeste andere transacties tussen moederbedrijf en dochterondernemingen onder deze post geboekt. Daarbij valt bijvoorbeeld te denken aan intra-company leningen (of de aflossing daarvan), de verwerving van buitenlands onroerend goed en de herinvestering van ingehouden winsten.

De verwerving van een bezit in het buitenland gaat gepaard met een betaling aan een buitenlandse wederpartij en wordt derhalve geboekt als een uitstroom van geld. Een desinvestering betekent derhalve een instroom van geld. Omgekeerd geldt dat de verwerving van een bezit in Nederland door een buitenlandse partij gepaard gaat met een instroom van kapitaal (positief teken), terwijl het afstoten daarvan juist het repatriëren van middelen en derhalve een uitstroom van geld betekent.

het bruto nationaal inkomen, C voor de particuliere consumptie van gezinnen, S voor het totaal van de particuliere besparingen, I voor de bruto investeringen van de particuliere sector, B voor de belastinginkomsten van de overheid, O voor het totaal van de overheidsuitgaven, X voor de uitvoer (gedefinieerd als het totaal van inkomsten uit het lopende verkeer vanuit het buitenland en M voor het totaal aan betalingen aan het buitenland uit hoofde van het lopende verkeer ('invoer'). (X-M) is dan het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans, (S-I) staat voor het spaarsaldo van de particuliere sector en (B-O) staat voor het saldo op de overheidsbegroting [Nellis & Parker (2004), H 3; Sawyer & Sprinkle (2006), H 11].

Na de directe investeringen volgt het effectenverkeer. Dit is onderverdeeld in de posten “buitenlandse effecten” en “Nederlandse effecten”. Door middel van de aankoop van buitenlandse effecten wordt in het buitenland een aandelen- of obligatieportefeuille opgebouwd. Dit wordt op de financiële rekening geregistreerd als een uitstroom van kapitaal. Wanneer deze transactie weer wordt teruggedraaid (verkoop van buitenlandse effecten), dan stroomt er weer kapitaal het land in. Dit wordt dan geboekt op de post “buitenlandse effecten” met een positief teken.⁸

Als buitenlandse beleggers Nederlandse aandelen kopen dan wordt dit geregistreerd als een kapitaalinstroom. Dit wordt geboekt op de post “Nederlandse effecten” met een positief teken. Als buitenlandse beleggers Nederlandse effecten afstoten dan wordt dit met een negatief teken op dezelfde post geboekt. Er stroomt immers geld het land uit.

Het laatste onderdeel van de financiële rekening betreft de post “financiële derivaten en overige financiële transacties”. Derivaten zijn instrumenten waarvan de prijs wordt bepaald door de prijsverandering van een zogeheten onderliggende waarde, zoals een aandeel of obligatie. Voorbeelden van derivaten zijn opties, futures, swaps en future rate agreements. Een ontvangst betreft de inning van een vordering en een betaling betreft het voldoen van een verplichting.

Onder “overige financiële transacties” wordt ten eerste het grensoverschrijdende lange en korte handelskrediet geregistreerd. Verder staan hier leningen verstrekt door overheden, banken en overige sectoren, alsmede mutaties in de voorraad valuta en buitenlandse rekeningen (anders dan officiële reserves). Merk overigens op dat leningen door moedermaatschappijen aan buitenlandse dochterondernemingen (of vice versa) niet onder de post “overig” wordt geboekt. Deze transacties staan zoals eerder vermeld geregistreerd bij de directe investeringen.

Vervolgens bevat de betalingsbalans de post ‘officiële transacties’. Hier staan veranderingen in de officiële reserves, waarvan de hoofdmoot wordt gevormd door de deviezenvoorraad. Ook veranderingen in de vorderingen op het IMF worden hier geregistreerd. Omdat het hier het sluitstuk betreft van de betalingsbalans, betekent een positief teken hier dat de reservepositie toeneemt. Dit in tegenstelling tot de financiële rekening, waar een positief teken duidt op een toename van de buitenlandse passiva (instroom buitenlands kapitaal) dan wel afname van de buitenlandse activa (repatriëring van bezittingen in het buitenland).

De posten ‘overige financiële transacties’ en ‘officiële transacties’ kunnen tot op zekere hoogte worden gezien als salderingsposten. Toch is er tot slot nog een restpost ‘statistische verschillen’. Deze ontstaat als gevolg van verkeerde en/of onvolledige boekingen, waardoor de betalingsbalans niet meer in evenwicht is. De post statistische verschillen leidt ertoe dat de actief- en passiefposten daadwerkelijk optellen tot hetzelfde balanstotaal.

8. In het Statistisch Bulletin van De Nederlandsche Bank staat in tabel 5.7.1 het effectenverkeer uitgesplitst naar zowel vermogenstitel (aandelen, obligaties, geldmarktpapier) als houder (monetaire sectoren, overheid, overig).

Zoals reeds gesteld in voetnoot 4 kent iedere transactie in het lopende verkeer een tegenboeking op de financiële rekening. Toch is de financiële rekening, die in het verleden veelal werd aangeduid als de kapitaalbalans, veel meer dan uitsluitend de rekening waarop tot uiting komt hoe de lopende rekening wordt gefinancierd.⁹

In de loop der tijd blijkt keer op keer dat de financiële rekening geenszins reactief reageert op het lopende verkeer, maar juist een geheel eigen dynamiek heeft. Dit kan bijvoorbeeld worden geïllustreerd aan de hand van de Amerikaanse betalingsbalans in de jaren '60 van de 20e eeuw. Aan het einde van de jaren '60 kwam het stelsel van Bretton Woods vooral onder druk te staan vanwege een "tekort op de betalingsbalans", dat niet zozeer werd veroorzaakt door de lopende rekening maar vooral door de uitvoer van lang kapitaal.¹⁰ Ook anno 2006 vertoont de betalingsbalans van de VS weer een vergelijkbare structuur, zij het dat ditmaal vooral de lopende rekening een groot tekort vertoont en de financiële rekening een structureel overschot. Zie voor een nadere beschouwing van de betalingsbalans van de VS hoofdstuk 5 en de daarin aangehaalde literatuur.

Een ander voorbeeld kan worden gevonden in Japan. Zo bleek in de jaren '80 van de 20e eeuw dat de uitvoer van lang kapitaal vanuit Japan het overschot op de lopende rekening verre overtrof [Boonstra (1988), (1992)]. Het bleek dat Japan niet alleen een forse instroom had vanwege het overschot op de lopende rekening, maar dat het daar bovenop ook nog eens massaal kortlopende middelen moest aantrekken op de financiële markten. Dit laatste was noodzakelijk, omdat de massieve uitstroom aan langlopend kapitaal, zowel directe investeringen als uit hoofde van het beleggingsverkeer, veel omvangrijker was dan het overschot op de lopende rekening.

Het evenwicht op de betalingsbalans

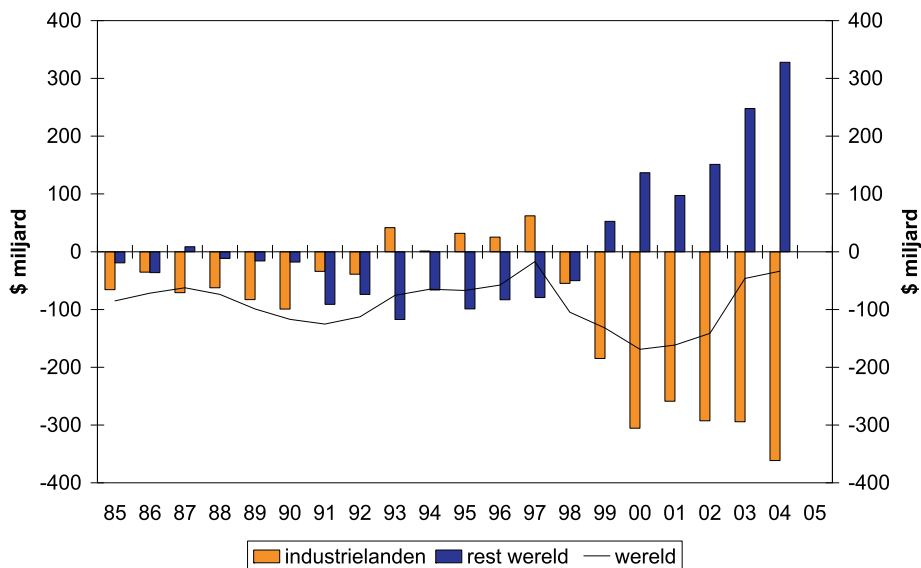
De betalingsbalans is, althans in theorie, per definitie in evenwicht. Iedere transactie kent immers een tegenboeking van gelijke omvang. Een voorbeeld moge ter verduidelijking dienen. Als een land € 100 miljoen verdient aan de export van goederen betekent dat in het lopende verkeer een instroom ter waarde van dit bedrag. Daar staat dan bijvoorbeeld een toename van de officiële reserves met eveneens € 100 mil-

9. De huidige indeling van de betalingsbalans is zoals eerder gezegd gebaseerd op de vijfde Manual van het IMF en is in 1996 (met terugwerkende kracht) ingevoerd [IMF (1993), DNB 1996)]. Voordien werd niet gesproken van de financiële rekening, maar van de kapitaalbalans. Deze was weer onderverdeeld in het lange en het korte kapitaalverkeer. Een belangrijk saldo daarbij was de zogeheten basisbalans. Dit is de som van het saldo op de lopende rekening en het saldo in het lange kapitaalverkeer. Deze grootheid vormde in het verleden een belangrijke stuurgrootheid voor monetaire autoriteiten. Begin jaren '70 van de vorige eeuw heeft nog kortstondig het plan gecirculeerd om deze grootheid een rol als indicator voor betalingsbalansonevenwichtigheden toe te kennen. Het is er echter niet van gekomen [De Roos (1976), p. 295].

10. De Amerikaanse kapitaaluitvoer leidde ertoe, dat buitenlandse centrale banken met grote hoeveelheden dollars werden opgescheept. Die waren onder het stelsel van Bretton Woods inwisselbaar tegen goud. Toen een aantal centrale banken, waaronder die van België, Nederland en Zwitserland, in 1971 hun dollars tegen goud gingen inwisselen en de Amerikaanse goudvoorraad snel kromp, beëindigden de Amerikanen de inwisselbaarheid van de dollar tegen goud [De Vries (1976); Kindleberger (1993)]. Voor een beknopt overzicht van vormgeving, werking en ondergang van het stelsel van Bretton Woods zie De Roos (1976), hoofdstuk 2.

joen tegenover, of er is sprake van een uitstroom van € 100 miljoen op de financiële rekening, bijvoorbeeld als de vorderingen op buitenlandse banken toenemen (uitstroom onder de post 'overig') of bij de post 'buitenlandse effecten' als van de export-opbrengsten buitenlandse effecten worden gekocht, of een combinatie. Maar in alle gevallen is de betalingsbalans in evenwicht.

Grafiek 2.1: mondiaal lopende rekening saldo (1985 – 2004)



Bron: IFS, augustus 2007

De praktijk is echter weerbarstiger. Ten eerste blijkt, zoals in het begin van dit hoofdstuk uiteengezet, dat ieder land naast de post officiële reserves –die als sluitpost de betalingsbalans in principe kloppend moet maken- een extra sluitpost nodig heeft: de post 'statistische verschillen', in het Engels aangeduid als '*errors & omissions*'.¹¹ Ten tweede blijkt ook nog eens dat als alle saldi wereldwijd worden opgeteld, er mondiaal sprake is van een aanzienlijk lopende rekeningtekort. Dit is opmerkelijk, omdat het overschot van het ene land per definitie terugkomt in tekorten elders. Als alle lopende rekeningsaldi wereldwijd bij elkaar worden opgeteld vallen, althans in theorie, alle overschotten en tekorten tegen elkaar weg en zou er een cumulatief saldo van exact \$ 0,00 uit moeten komen.

11. Overigens zij opgemerkt dat de post officiële reserves meer is dan alleen aan passieve 'sluitpost'. Veranderingen op deze post hangen vaak samen met acties van monetaire autoriteiten, zoals valuta-interventies. In de praktijk zal de post 'overig', met name het bancaire verkeer, veelal een sluitpostkarakter kennen. Neemt niet weg dat, als er geen statistische verschillen zouden bestaan, uiteindelijk veranderingen in de reserves het evenwicht op de betalingsbalans bewerkstelligen.

Een en ander wordt geïllustreerd met de doorgetrokken lijn in grafiek 2.1. De vraag rijst natuurlijk hoe deze discrepanties ontstaan. Dat kan eenvoudig worden uitgelegd aan de hand van een simpel tweelandenmodel, ontleend aan Van Nieuwkerk (1988). Neem aan dat de wereld bestaat uit twee landen, hier voor het gemak aangeduid als de VS en de EU, die onderling handel drijven. Stel nu dat de EU € 100 miljoen uitvoert naar de VS. Dit leidt een inkomensstroom van € 100 miljoen op de lopende rekening, waar een uitstroom van eveneens € 100 miljoen op de financiële rekening tegenover staat. Een en ander staat weergegeven in tabel 2.2. In het eerste scenario worden beide transacties in beide landen perfect geboekt. Wereldwijd gecumuleerd is dan noch op de lopende rekening, noch op de financiële rekening sprake van een van nul afwijkend saldo. Er zijn evenmin statistische verschillen.

Tabel 2.2: het ontstaan van verschillen in de betalingsbalans

	EU			VS			Wereld (=EU + VS)		
	ontvangsten	uitgaven	saldo	ontvangsten	uitgaven	saldo	ontvangsten	uitgaven	saldo
1) Volledige rapportage									
Goederenverkeer	100		100		100	-100	100	100	0
Kapitaalverkeer		100	-100	100		100	100	100	0
Totaal	100	100	0	100	100	0	200	200	0
2) Ontbrekende rapportage VS									
Goederenverkeer	100		100		0	0	100	0	100
Kapitaalverkeer		100	-100	0		0	0	100	-100
Totaal	100	100	0	0	0	0	100	100	0
3) Onvolledige rapportage EU en VS									
Goederenverkeer	80		80		100	-100	80	100	-20
Kapitaalverkeer		100	-100	90		90	90	100	-10
Totaal	80	100	-20	90	100	-10	170	200	-30

Bron: gebaseerd op Van Nieuwkerk (1988)

In het tweede geval wordt de transactie in de EU wel, maar in de VS niet geboekt. In dat geval ontstaat op de gecumuleerde wereldbetalingsbalans een overschot op de lopende rekening van € 100 miljoen, waar een tekort op de financiële rekening van eveneens € 100 miljoen tegenover staat. Er is wereldwijd nog steeds geen sprake van statistische verschillen.

In het derde geval worden deze transacties in beide landen onvolledig geboekt. In de EU wordt de exportopbrengst maar voor 80% (dus voor een bedrag van € 80 miljoen) geboekt, terwijl de uitgave in de VS wel voor de volle € 100 miljoen op de betalingsbalans wordt geregistreerd. Op de financiële rekening wordt in de EU het uitgaande kapitaalverkeer daarentegen wel voor de volle € 100 miljoen geboekt, maar in de VS wordt hiervan maar 90% als binnenkomend kapitaal geregistreerd. In dit geval ontstaat bij beide landen en mondiaal een post statistische verschillen, terwijl op de wereldbalans noch het saldo in het lopende verkeer, noch dat van de financiële rekening en noch de statistische verschillen (getuige het saldo bij de post ‘totaal’) optellen tot nul.

Onvolledige boeking van transacties kan per ongeluk plaatsvinden, door incomplete registratie. Ook kan een en ander het gevolg zijn van opzet. Zo kunnen foutieve of onvolledige boekingen worden doorgevoerd om kapitaalvlucht te maskeren. Dit fenomeen wordt verderop nader uitgewerkt.

In 1985 en 1986 heeft een werkgroep van het IMF de mondiale discrepanties onderzocht [Van Nieuwkerk (1988)]. Deze groep heeft zich niet alleen gebogen over het cumulatieve mondiale saldo op de lopende rekening, maar heeft alle mondiale deelbalansen van de betalingsbalans onder de loep genomen. Het bleek dat vrijwel alle deelbalansen van de betalingsbalans, die naar hun aard op wereldniveau per definitie allemaal in evenwicht zouden moeten zijn, op wereldschaal onevenwichtigheden vertoonden. Een uitzondering betreft de goederenbalans, die mondiaal een positief saldo zal vertonen als de uitvoer f.o.b. (free on board) en de invoer c.i.f. (cost of insurance and freight) wordt geboekt. In dat geval zal het saldo op de goederenbalans en dat op de dienstenbalans elkaar mondiaal weer moeten opheffen.

De werkgroep kon een deel van deze verschillen terugvoeren op foutieve registratie van transacties, waardoor herschikkingen binnen de lopende rekening, bijvoorbeeld tussen de goederenrekening en de dienstenrekening, dienden plaats te vinden. Verder wist men een niet onaanzienlijk deel van het mondiale gat op de lopende rekening te herleiden tot niet geboekte inkomsten op buitenlands vermogen. Hierbij maakte men onder meer gebruik van vermogensstatistieken, waaronder de rapportages van de Bank of International Settlements (BIS).

De internationale vermogenspositie

Met de term netto internationale vermogenspositie (*international investment position* (IIP)) van een land wordt geduid op de bezittingen die ingezetenen van een land in het buitenland aanhouden (internationale activa) verminderd met de bezittingen die buitenlanders in het land in kwestie aanhouden (internationale passiva). De opstelling van de internationale vermogenspositie weerspiegelt de indeling van de financiële rekening van de betalingsbalans. De internationale vermogenspositie bestaat derhalve uit de posten directe investeringen, aandelenbeleggingen, beleggingen in schuldpapier, derivaten en overige bezittingen. Deze laatste post bestaat voor het overgrote deel uit interbancaire vorderingen. Ook de goud- en deviezenvoorraad (inclusief de bijzondere trekkingsrechten op het IMF) behoort tot de internationale activa van een land.

De internationale vermogenspositie van een land ontstaat zodra zijn ingezetenen bezittingen in het buitenland verwerven. Zodra een land in het grensoverschrijdende zakelijke verkeer een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans behaalt, bouwt het per definitie vorderingen op het buitenland op (of lost het eerder opgelopen schulden af). Omgekeerd is het zo, dat een land dat in het lopende verkeer een tekort oploopt inteert op eerder opgebouwde vorderingen op het buitenland, danwel een schuld aan het buitenland opbouwt. In de vakliteratuur wordt de ontwikkeling van de netto internationale vermogenspositie dan ook vaak gekoppeld aan het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans [Sawyer & Sprinkle (2006), H. 11; Obstfeld & Rogoff (1996), H. 1]. Veelal gebeurt dit door middel van een simpele vergelijking, waarin de netto internationale vermogenspositie wordt gelijkgesteld aan de som van de in het verleden behaalde overschotten en tekorten in het lopende verkeer (gecorrigeerd voor de saldi op de vermogensoverdrachtenrekening). Soms ook gebeurt dit door de stromen op de financiële rekening van de betalingsbalans per categorie te koppelen aan de verandering in de onderdelen van de internationale ver-

mogenspositie. Deze benadering is te eenvoudig, zoals in hoofdstuk 3 nader zal worden toegelicht.

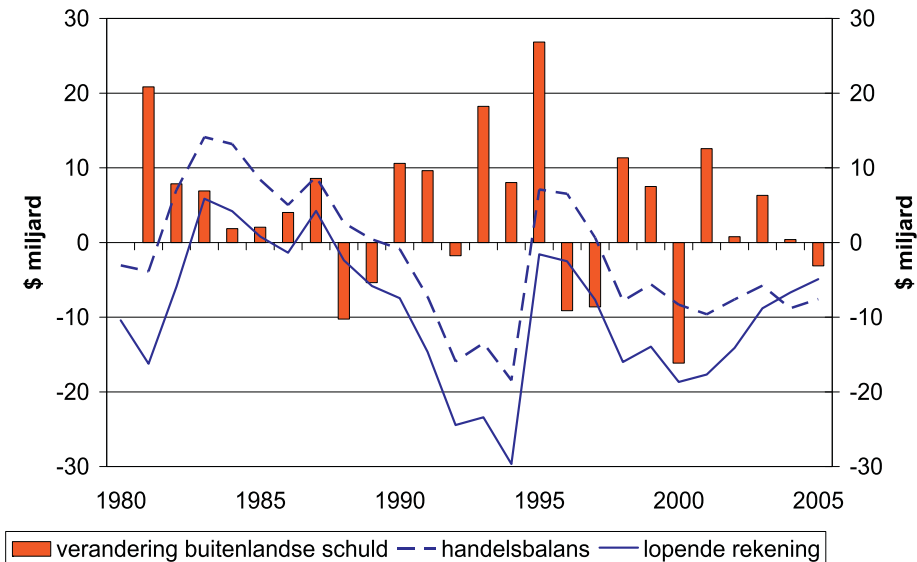
Tussen de internationale vermogenspositie en de betalingsbalans bestaat een wisselwerking die niet alleen loopt van het saldo op de lopende rekening naar de opbouw van een internationaal actief, maar ook de andere kant op.¹² Zo is reeds eerder vermeld dat een land met een netto internationale actiefpositie in het algemeen ook een netto instroom aan kapitaalopbrengsten heeft op de inkomensrekening. Dit gebeurt als een land meer uit het buitenland ontvangt aan winst, rente- en dividendbetalingen dan het aan buitenlandse beleggers en investeerders moet afdragen. Dit biedt een land de ruimte om een tekort op de goederen- en dienstenbalans te hebben, zonder dat de lopende rekening in het rood uitkomt. Er is een stroming in de literatuur die daarom verwacht dat landen met een netto buitenlandse actiefpositie een tekort op de goederen- en dienstenbalans zullen hebben [Holle & Demertzis (2002), Lane & Milesi-Feretti (2002)]. Deze aanname wordt echter niet ondersteund door de empirie. Veelal zijn de landen met omvangrijke netto actiefposities die landen die tot op de dag van vandaag een overschot op de lopende rekening van hen betalingsbalans hebben, zoals Zwitserland, Japan en tegenwoordig ook de olie exporterende landen, China en Rusland. Chronische tekortlanden ontwikkelen zich veelal tot majeuere schuldenlanden.

Wel is het vaak zo, dat landen met forse netto passiefposities (grote netto buitenlandse schulden) en daardoor omvangrijke rentebetalingen aan het buitenland meestal een overschot op de goederenbalans hebben.¹³ Dit is nodig om te voorkomen dat de lopende rekening een tekort blijft vertonen, waardoor de omvang van het netto buitlands passief verder zou oplopen.

12. De relatie tussen de betalingsbalans en (veranderingen in) de internationale vermogenspositie wordt conceptueel uitgewerkt in de vijfde editie Balance of Payments Manual van het IMF (IMF (1993), Hoofdstuk XXIII en Appendix 1). In tabel 9 van deze appendix wordt een model (reconciliatietabel) voor de opstelling van de aansluiting tussen beide statistieken gepresenteerd.

13. Overigens loopt bij landen met grote netto actiefposities de causaliteit veelal van het lopende verkeer naar de internationale vermogenspositie. Het netto vermogen is het gevolg van de overschotten op de lopende rekening in eerder jaren, al wordt dit verband in de loop der tijd steeds zwakker. Dit geldt ook voor schuldenlanden, die hun schulden opbouwen via grote lopende rekeningtekorten. Is de schuldpositie eenmaal problematisch geworden, bijvoorbeeld doordat de rentelasten dermate toenemen dat het tekort op de lopende rekening te hard oploopt of doordat de financiering ervan problematisch wordt, dan verandert de causaliteit. Een overschot in het goederen- en dienstenverkeer is dan opeens een bittere noodzaak om de schuldpositie hanteerbaar te houden en het vertrouwen van crediteuren te behouden.

Grafiek 2.2: Mexico: betalingsbalans en buitenlandse schuld (1980 – 2005)



Bron: IMF, augustus 2007

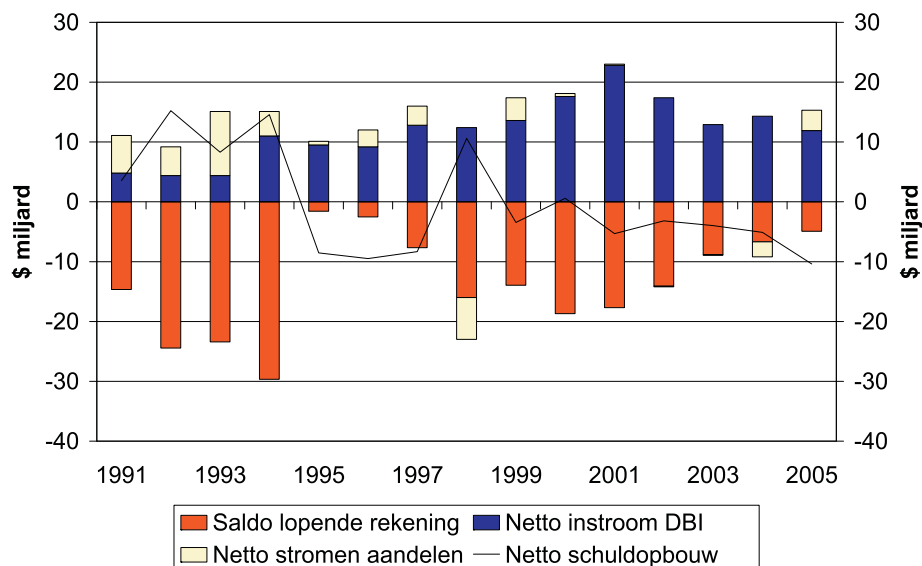
Grafiek 2.2. geeft bij wijze van illustratie de externe positie van Mexico weer. Dit land was in 1982 de 'aanstichter' van de Latijns Amerikaanse schulden crisis. De grafiek laat zien hoe tekorten in het lopende verkeer leidden tot een oplopende bruto buitenlandse schuld. Na de crisis in 1982 verbeterden de goederenbalans (handelsbalans) en de lopende rekening substantieel, mede door een forse daling van de invoer ten gevolge van een recessie. Dit patroon kan in de jaren rond de zogenoemde 'tequila-crisis' van begin 1995 opnieuw worden teruggevonden.

Vanaf het midden van de jaren '90 wordt dit patroon doorbroken, doordat sindsdien sprake is van een forse instroom van directe investeringen, die in de meeste jaren het tekort in het lopende verkeer overtreffen. Daardoor loopt de bruto buitenlandse schuld van Mexico niet noemenswaardig meer op.

De casus van Mexico laat dus ook zien dat het nogal wat uitmaakt welke vorm de buitenlandse passiva aannemen. Landen met een netto passiefpositie, waarvan de internationale passiva bestaan uit obligatieleningen en bancaire schulden, worden in deze studie aangeduid als schuldenlanden. Over buitenlandse schulden is men rente en aflossing verschuldigd en deze leggen dus een voortdurende druk op de betalingsbalans. De rentebetalingen drukken op de lopende rekening, terwijl de aflossingen moeten worden gefinancierd uit overschotten in het lopende verkeer (of het aantrekken van nieuwe financieringen). Voor zover de buitenlandse passiva daarentegen bestaan uit de instroom van aandelenkapitaal of directe investeringen (zoals Mexico vanaf het midden van de jaren '90) is formeel geen sprake van een schuld, maar van het aantrekken van risicodragend kapitaal. Weliswaar kan ook deze vorm van financiering een druk leggen op de lopende rekening van de betalingsbalans (als gevolg van de betaling van winstuitkeringen of dividend), maar hier is geen sprake van af-

lossingen. Met name directe buitenlandse investeringen (DBI) worden mede hierom als een superieure vorm van tekortfinanciering gezien. Niet alleen omdat zij geen aflossingsbetalingen meebrengen, maar omdat het niet alleen gaat om een instroom van financieel kapitaal, maar ook vanwege de instroom van kennis en kunde die hier mee gepaard gaat. Hierdoor dragen zij meestal bij aan de ontwikkeling van het economisch potentieel van het gastland terwijl zij minder vluchtig zijn dan beleggingsstromen.¹⁴

Grafiek 2.3: Mexico: betalingsbalans en buitenlandse schuld (2) (1991 – 2005)



Bron: IMF, augustus 2007

Ter illustratie staat in grafiek 2.3. nogmaals de betalingsbalans van Mexico weergegeven, nu met een iets andere indeling. Deze grafiek laat zien hoe na de eerder gemoreerde tequila-crisis het tekort op de lopende rekening in de meeste jaren meer dan werd gecompenseerd door de instroom van risicodragend kapitaal. Daardoor kon het land per saldo schuld aflossen. Het jaar 1998 vormde uitzondering. Dat jaar

14. Voor een bespreking van het verschijnsel DBI zie Hogenbirk (2002) en de daarin aangehaalde literatuur. Alle vermeende voordelen van Directe Buitenlandse Investerings (DBI) kunnen niet weggenomen dat directe investeringen in het ontvangende land lang niet altijd welkom zijn. Zij leiden er immers toe dat een deel van het productie-apparaat van een land in buitenlandse handen komt, hetgeen soms nationalistische en anti-buitenlandse gevoelens in de hand werkt. Kindleberger (1985) wijst bijvoorbeeld op vier episodes in de Duitse geschiedenis (jaren '50 en '90 van de 19e eeuw en de jaren '20 en '50 van de 20e eeuw) waarin sprake was van weerstand tegen wat men noemde de 'Überfremdung', het te grote buitenlandse belang in Duitse bedrijven. Het zelfde neemt hij waar in Latijns Amerika in de jaren '50 en '60 van de 20e eeuw. Wat betreft ons land kan worden gewezen op het recentelijk opgelaaide debat over de zogenaamde 'uitverkoop van de BV Nederland'. Dit wordt in hoofdstuk 8 nader besproken.

volgde kort op de Azië-crisis, terwijl het najaar van 1998 twee belangrijke crisismomenten kende, te weten de problemen rond de Russische roebel en de ondergang van hedge-fund LTCM.

Weerbarstige werkelijkheid

Tot dusver was de relatie tussen de internationale vermogenspositie en de betalingsbalans een eenvoudige. Overschotlanden bouwen vorderingen op en tekortlanden teren in op buitenlands vermogen of bouwen schulden op. Crediteurlanden ontvangen rendement op hun buitenlandse activa, waardoor mag worden verwacht dat zij een positief saldo op hun inkomensrekening hebben. Schuldenlanden boeken daarentegen normaliter een tekort op hun inkomstenrekening vanwege de rente- en soms dividendbetalingen aan het buitenland.

Helaas is de werkelijkheid weerbarstiger, waardoor de hiervoor uiteengezette relatief eenvoudige verbanden ruw worden verstoord. Ten eerste worden niet alle betalingen die wel op de inkomensrekening zouden moeten worden geboekt ook daadwerkelijk geregistreerd. Dit is overigens een euvel waar de gehele betalingsbalans onder gebukt gaat. Enkele voorbeelden mogen dit mechanisme in dit specifieke geval verduidelijken. Als een belegger in het buitenland een beleggingsportefeuille aanhoudt is er een gerede kans dat de door hem ontvangen rente en dividenden niet worden geregistreerd op de betalingsbalans van het land waar hij domicilie houdt. Zeker als deze dividenden weer ter plekke worden herbelegd vindt geen grensoverschrijdende betaling plaats en kan het gebeuren dat deze transacties niet op de betalingsbalans worden geboekt. Indien deze transactie correct zou worden geboekt zou dit zichtbaar worden in enerzijds inkomsten op de inkomensrekening, waartegenover anderzijds een even grote uitstroom op de financiële rekening (effectenverkeer, aankoop buitenlandse effecten) zou staan.

Hetzelfde geldt voor ingehouden winsten in geval van directe investeringen. Als deze worden gerepatriëerd naar het moederland komen zij tot uiting in een positieve post op de inkomensrekening. Worden zij echter geherinvesteerd, dan bestaat de kans dat zij niet, of met zeer grote vertraging tot uiting komen als inkomsten op de inkomensrekening [DNB (1996), Gros (2006)]. Ook hier zou een correcte boeking tot uiting komen op een positief bedrag op de inkomensrekening, waartegenover een even grote uitstroom op de financiële rekening zou staan, in dit geval bij de directe investeringen in het buitenland. Een hieraan verwant probleem is gelegen bij de obligaties meege- en verkochte rente en het meege- en verkochte dividend bij aandelentransacties.

Een tweede probleem is dat de nationaliteit van activa en passiva niet altijd duidelijk is. Ook dit kan worden geregistreerd aan de hand van een praktijkvoorbeeld. Zo houden Nederlandse beleggers soms om fiscale redenen effectenportefeuilles aan in het buitenland, van waaruit zij vervolgens weer beleggen in Nederlandse effecten. Als de nationaliteit van de eigenaren van deze portefeuilles niet bekend is, wordt dit in dit geval ten onrechte geregistreerd als buitenlands houderschap van Nederlandse effecten, dus een internationale passiefpost, terwijl het in feite binnenlands houderschap van Nederlandse aandelen betreft. In 2003 werd wat dit betreft een correctie van in

totaal € 51 miljard doorgevoerd voor het buitenlandse bezit aan Nederlandse effecten [DNB (2004-b)].¹⁵

Voor wat betreft Nederland is de kwaliteit van de statistieken sinds 2003 overigens aanmerkelijk verbeterd. Deze verbetering hangt samen met de invoering van een nieuw direct rapportagesysteem in 2003, waarmee althans voor ons land veel van de hiervoor gesignaleerde problemen zijn opgelost [DNB (2003-a)]. Dit nieuwe systeem betekent voor ons land ook dat de betalingsbalansdata en de vermogensdata uit één en dezelfde bron komen.

Ten derde is in veel landen sprake van kapitaalvlucht. Op dit punt dreigt overigens een spraakverwarring, omdat in de literatuur inzake het verschijnsel kapitaalvlucht dit begrip niet eenduidig is gedefinieerd [Hermes et al. (2002)]. Daarmee is ook het meten van kapitaalvlucht een hachelijke zaak geworden.

Het voert buiten het bestek van deze studie om het verschijnsel kapitaalvlucht uitgebreid te behandelen. In het kader van deze studie wordt met kapitaalvlucht bedoeld op het verschijnsel dat kapitaal een land verlaat zonder dat dit tot uiting komt in een correcte boeking op de betalingsbalans (kapitaalexport op de financiële rekening). Er zijn vele manieren om geld een land uit te krijgen. De meest eenvoudige manier is het naar het buitenland brengen van chartaal geld teneinde dat in een fiscaal vriendelijk oord op een bankrekening te storten. Als daarmee vervolgens in het buitenland een effectendepot wordt geopend, kan het gebeuren dat geld dat op deze wijze in Zwitserland bij banken was gestort vervolgens als buitenlands vermogen werd geregistreerd (zie hierboven). Andere manieren om geld (illegaal) uit een land te krijgen zijn het onderfactureren van exportopbrengsten, waarbij de buitenlandse afnemer het verschil tussen de gefactureerde en de werkelijke waarde van de transactie buiten de waarneming van zowel de betalingsbalans als de fiscus naar een buitenlandse bankrekening overmaakt. Het spiegelbeeld van het onderfactureren van uitvoertransaties is het overfactureren van de waarde van ingevoerde goederen.¹⁶

Er zijn voorbeelden bekend van straatarme landen in Afrika die enerzijds zuchtten onder een ondraaglijke buitenlandse schuldenlast, terwijl de dictator tegelijkertijd gigantische bedragen op privérekeningen, met name in Zwitserland, had staan. Een bekend voorbeeld is het Zaïrese staatshoofd Mobutu, die op de top van zijn rijkdom, medio jaren '80, voor in totaal \$ 4 miljard aan privé vermogen had opgebouwd [NRC Handelsblad, 14 mei 1997].

De cumulatieve kapitaalvlucht vanuit Afrika werd eind 1998 geschat op ruim 41% van het BBP [Hermes et al. (2002)]. Voor een meer uitvoerige bespreking van het verschijnsel kapitaalvlucht wordt verwezen naar de literatuur [Hermes et al. (2002), Morgan Guaranty (1986), Schneider (2003)].

15. Dit probleem speelde ook bij de door de Franse spoorwegen in Londen uitgegeven obligaties in pond Sterling, die na verloop van tijd allemaal in handen van Franse beleggers bleken te zijn. Dit soort financiering kwam in de tweede helft van de 19e eeuw veel voor [Kindleberger (1993)].

16. De omvang van deze vorm van kapitaalvlucht kan worden benaderd door de omvang van export en import van een land ook te benaderen vanuit de handelsstatistieken van de handelspartners. Op deze arbeidsintensieve wijze kan een ruwe indicatie van de omvang van de over- en onderfacturering worden verkregen [Hermes et al. (2002)].

Ten slotte zijn daar de in het buitenland behaalde vermogenswinsten en -verliezen. Deze leiden in veel gevallen niet tot geldstromen. Ook dit kan weer het beste worden geïllustreerd aan de hand van enkele voorbeelden uit de praktijk. Als een Nederlandse belegger in het buitenland een aandelenportefeuille opbouwt en vervolgens op zijn effectenbezit een koerswinst boekt, wordt dit niet op de financiële rekening van de betalingsbalans geregistreerd. Hetzelfde kan gebeuren ten aanzien van directe investeringen. Zo kan een directe investering plaatsvinden in de vorm van het verwerven van een meerderheidsbelang in een beursgenoteerd bedrijf. Als hierop vervolgens ten gevolge van de koersontwikkeling op de effectenbeurs een waardeverandering plaatsvindt, verandert het externe vermogen zonder dat dit op de betalingsbalans wordt geregistreerd.¹⁷

Op grond van het hiervoor genoemde voorbeeld van de aandelenbelegger kan worden geconcludeerd dat op basis van uitsluitend de gebruikelijke betalingsbalansstromen weinig tot niets kan worden geconcludeerd over de omvang van het internationale vermogen. Dit kan worden uitgelegd met enkele voorbeelden, die tot exact dezelfde betalingsbalansstromen leiden, maar die geheel verschillende gevolgen hebben voor de internationale vermogenspositie van het land in kwestie.¹⁸ Stel dat een grote Nederlandse belegger voor een bedrag van € 100 miljoen aan Amerikaanse aandelen koopt. In scenario A maakt deze belegger in vier jaar tijd een koerswinst van 100%. Na vier jaar repatrieert hij de helft van zijn tot € 200 miljoen aangegroeide vermogen; hij houdt voor een bedrag aan € 100 miljoen in zijn Amerikaanse aandelenportefeuille.

In scenario B is de belegger minder succesvol: na vier jaar tijd heeft hij per saldo nog steeds geen koerswinst geboekt en besluit hij teleurgesteld zijn Amerikaanse aandelenbezit te repatriëren. In beide scenario's wordt in jaar 1 op de financiële rekening een uitstroom van kapitaal (opbouw buitenlands actief) geboekt, waar na jaar 4 weer een instroom (afbouw buitenlandse activa) tegenover staat. Louter en alleen op basis van de op de betalingsbalans geregistreerde stromen wordt in beide gevallen geconstateerd dat het buitenlandse vermogen niet is veranderd, terwijl in scenario A de buitenlandse actiefpositie wel degelijk met € 100 miljoen is toegenomen. In hoofdstuk 3 wordt dit verschijnsel meer in detail besproken en worden meer voorbeelden uitgewerkt.

17. Ook de betaling van zogeheten *goodwill* verstoort de aansluiting tussen de stand van het vermogen en de op de betalingsbalans zichtbare betaling. Dit wordt nader toegelicht in hoofdstuk 3.

18. Ter wille van de eenvoud wordt in het voorbeeld afgezien van transactiekosten en dividendbetalingen.

Tabel 2.3: gevolgen vermogenswinsten voor registratie extern vermogen

	Belegging in VS (jaar 1)	Koerswinst in VS (jaar 1 t/m 4)	Repatriëring (jaar 5)	Vermogen in VS volgens betalingsbalans	Feitelijk vermogen in VS
Scenario A	100	100	-100	0	100
Scenario B	100	0	-100	0	0

Er zijn analisten, zoals de Amerikaanse economen Hausman en Sturzenegger (2007) en eerder Julius (1993) die van mening zijn dat dergelijke niet-geregistreerde vermogenswinsten en -verliezen eigenlijk moeten worden toegerekend aan het lopende verkeer.¹⁹ Deze benadering leidt, losgelaten op de externe positie van de VS, tot interessante conclusies. Deze worden besproken in hoofdstuk 5.

Het meten van de internationale vermogenspositie

Juist vanwege het gegeven dat de betalingsbalans maar tot op zekere hoogte aanknopingspunten biedt om inzicht te krijgen in de internationale vermogenspositie van landen, wordt aanvullend onderzoek gedaan naar de waarde van de internationale activa en passiva van landen. Dit onderzoek geschiedt op basis van enquêtes onder ondernemingen, beleggers en financiële instellingen.

De registratie van de internationale activa en passiva is in de loop der tijd steeds vollediger geworden. Daarbij is in ons land de registratie van de grensoverschrijdende directe investeringen de oudste. Deze gaat in tijdreeksvorm terug tot 1973 [Van Nieuwkerk & Sparling (1985)]. De standen van de directe investeringen werden ontleend aan een jaarlijkse verplichte rapportage over de grensoverschrijdende deelnemingen. De gegevens uit deze rapportage werden aangevuld uit informatie uit het betalingsbalansregistratiesysteem van DNB, waarmee onder meer intra-concern kredietverlening kan worden geregistreerd.

De aandacht voor de directe investeringen valt te verklaren uit het feit dat deze aanvankelijk het grensoverschrijdende kapitaalverkeer domineerden. De laatste decennia is het effectenverkeer echter fors in belang toegenomen.

Gegevens over de standen van het grensoverschrijdend effectenbezit gaan terug tot 1986, waarbij vanaf 1987 een geografische spreiding wordt gegeven. De geografische spreiding van de stromen wordt echter niet door DNB gerapporteerd. De door DNB gerapporteerde data waren gebaseerd op een rapportage door het bankwezen over de beurswaarde van het grensoverschrijdende effectenbezit van hun klanten. Aanvul-

19. Als gevolg van deze correctie zou de betalingsbalans echter de aansluiting met het stelsel van Nationale Rekeningen verliezen. Wel zou deze correctie passen in de eerder in voetnoot 11 genoemde reconciliatietabel die conceptueel is uitgewerkt in tabel 9 van Appendix 1 van IMF (1993).

lende informatie wordt onder meer verkregen uit jaarverslagen van beleggingsinstellingen.

Rapportage over de standen van het “overig kapitaal” werd bijeen gehaald uit tal van bronnen. De externe positie van de overheid kan worden geconstrueerd op grond van een veelheid van bronnen, zoals betalingsbalansinformatie, kamerstukken en staatsbalansen. De positie van de banken kon uit hun rapportages aan DNB (de zogeheten P-staten) worden samengesteld. Deze data gaan terug tot 1900. De post “overig” werd veelal geconstrueerd uit betalingsbalansdata. De post “derivaten” is vooralsnog uitsluitend gebaseerd op rapportages door Nederlandse banken, informatie van buitenlandse partijen ontbreken. Daardoor zijn de gegevens niet volledig. DNB rapporteert op haar website het volledige externe vermogen van Nederland in tijdreeksvorm vanaf 1986 [Sparling (2002)].²⁰

Sinds de overgang naar het nieuwe rapportagesysteem in 2003 is de situatie geheel anders. Nu vraagt DNB zowel stromen als standen direct uit bij rapporteurs. Daarmee is zowel de kwaliteit van zowel betalingsbalans- als externe vermogensdata als hun onderlinge consistentie sterk verbeterd [DNB (2003-a)].

Data over het externe vermogen van de meeste industrielanden worden sinds enkele jaren gerapporteerd in de door het IMF uitgegeven International Financial Statistics (IFS). Van de meeste landen gaan de volledige gegevens terug tot 1980. Voor ontwikkelingslanden en opkomende markten was tot voor kort een versnipperd beeld beschikbaar. De Wereldbank rapporteert al geruime tijd over de externe schuldpositie van landen in de World Debt Tables [World Bank]. De deviezenvoorraden van vrijwel alle landen worden op maandbasis gerapporteerd door het Internationale Monetair Fonds (IMF) in de International Financial Statistics (IFS). Voor interbancaire posities kan worden teruggegrepen op door de BIS gerapporteerde data, naast het IFS. Het IMF verschaft de laatste jaren voor veel landen inmiddels een compleet beeld van de externe vermogenspositie, al gaan deze cijfers voor de meest niet-industrielanden nog maar enkele jaren terug. De reconciliatietabellen, waarin de verschillen tussen de betalingsbalansstromen en de verandering in de externe vermogenspositie wordt verklaard, worden door het IMF niet in de IFS gepubliceerd.

Al met al kan ten aanzien van de vermogensstatistieken worden geconcludeerd, dat deze tot dusver nog verre van volledig zijn, maar dat de registratie zich snel verbreedt. Tevens is de rapportage op onderdelen, zoals waar het gaat om buitenlandse schulden en de interbancaire posities, kwalitatief goed in orde. Zo werden reeds in 1988 vermogensstatistieken, met name die van de BIS, gebruikt om de betalingsbalansstatistieken te verbeteren. Deze waarneming is van belang voor hoofdstuk 7, waarin zal worden getracht om de statistieken van het externe vermogen volledig te integreren in een nieuwe betalingsbalansregistratie.

20. Overigens vermeldt het IMF in de IFS de internationale vermogenspositie (International Investment Position (IIP)) van Nederland vanaf 1980. De indruk bestaat dat het IMF de eerste jaren heeft bijgeschat op grond van betalingsbalansstromen.